



BUY(Maintain)

목표주가: 42,000원

주가(01/29): 35,300원

시가총액: 33,480억원

조선/운송/방산

Analyst 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (01/29)	2,183.36p	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	38,550원	25,450원
등락률	-8.43%	38.70%
수익률	절대	상대
1M	6.8%	-0.2%
6M	24.7%	31.1%
1Y	-8.0%	9.5%

## Company Data

발행주식수	95,955천주
일평균 거래량(3M)	653천주
외국인 지분율	21.80%
배당수익률(18E)	0.74%
BPS(18E)	27,445원
주요 주주	한진칼 외 9인
	33.35%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	117,319	120,922	130,242	135,681
보고영업이익	11,208	9,398	6,763	10,542
핵심영업이익	11,208	9,398	6,763	10,542
EBITDA	28,723	26,328	22,320	26,200
세전이익	-7,174	11,217	-1,041	7,798
순이익	-5,568	8,019	-803	5,882
자체주주지분순이익	-5,649	7,915	-793	5,805
EPS(원)	-7,106	8,516	-823	6,028
증감률(%YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(배)	-3.6	4.0	-42.9	5.9
PBR(배)	1.2	0.9	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	5.3	5.9	7.3	5.9
보고영업이익률(%)	9.6	7.8	5.2	7.8
핵심영업이익률(%)	9.6	7.8	5.2	7.8
ROE(%)	-25.5	28.5	-2.5	19.3
순부채비율(%)	707.9	326.6	474.3	363.4

## Price Trend

 실적 Review

## 대한항공 (003490)

## 2019년 영업이익 1조 가이던스 제시



대한항공은 4분기 연결 기준 매출액 3조 2,986억원(YoY+6.2%), 영업이익 414억원(YoY-82.5%)를 기록했습니다. 여객 및 화물의 운임이 전년대비 견조하게 증가했고 호텔 사업의 적자폭 축소가 지속됐음에도 일회성 비용이 발생했기 때문입니다. 다만, 양호한 운임 상승 및 연료비 하락 효과에 따른 1분기 실적에 대한 기대감은 유호하다는 판단입니다.

## &gt;&gt; 4Q 영업이익 414억원, 컨센서스 하회

지난 4Q 대한항공은 IFRS 연결 기준 매출액 3조 2,986억원(YoY+6.2%), 영업이익 414억원(YoY-82.5%)를 기록했다. 국제선 및 국내선의 여객 운임은 작년 추석 기저효과에도 불구하고 각각 3.8%, 6.5% 증가한 것으로 추정된다. 여객 사업부문에서 타 항공사들의 운임이 지속적으로 하락하고 있는 가운데 동사의 프리미엄 전략은 매우 효과적인 것으로 보인다. 또한 화물 사업부문에서 공급을 축소하면서 높은 운임 전략을 유지하여 운임이 전년대비 약 12% 증가한 것으로 판단된다. 결과적으로 효과적인 운임 전략으로 인해 매출 성장은 견조했다. 하지만 엔진 정비비, 임금인상 소급, 성과급 등을 포함한 일회성 비용이 기준 추정보다 많이 발생하여 영업이익은 컨센서스를 큰 폭으로 하회했다.

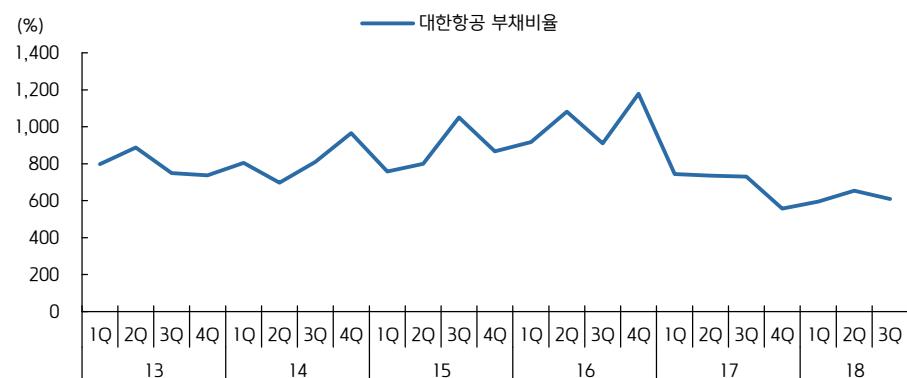
## &gt;&gt; 프리미엄 전략 및 JV 효과 지속

과거 LCC 항공사가 신규 진입하면서 FSC 항공사는 치열한 운임 경쟁을 경험했다. 하지만 시간이 지날수록 무분별한 운임 경쟁에서 벗어나 전략에 맞는 고객 층을 적절히 확보하고 있다고 분석된다. 동사는 미국 및 유럽 등 중장거리 노선을 중심으로 하는 프리미엄 전략을 채택하고 있다. 해당 노선의 프레스티지석 탑승률과 여객 Yield의 상승 추세를 볼 때 이 전략은 유효하다고 판단된다. 또한 작년 5월부터 실시하고 있는 JV 효과에 따른 미주 노선 환승객 수요 창출도 추가적으로 기대되는 부분으로 올해에는 구체적으로 가시화 될 것으로 예상된다.

## &gt;&gt; 19년 연간 매출액 13조, 영업이익 1조 가이던스 제시

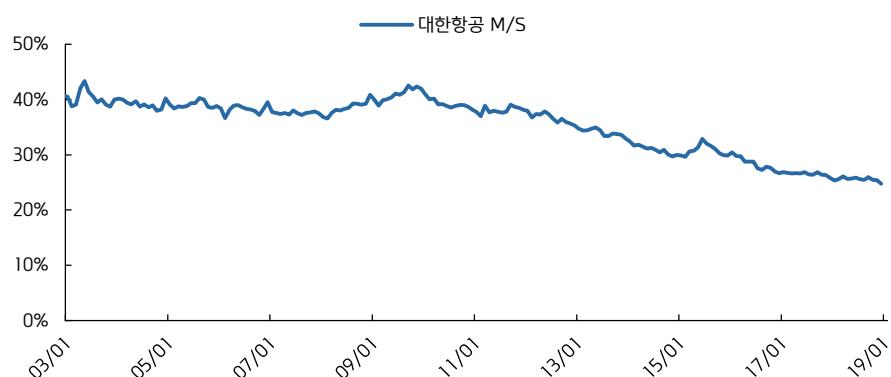
동사는 이번 분기 이례적으로 연간 가이던스를 제시했다. 2019년 연결기준 연간 매출액 13조 2,300억원(YoY+1.6%), 영업이익 1조(YoY+32.4%)을 발표했으며 2016년 유가가 큰 폭으로 하락했을 당시 영업이익 약 1.1조원으로 회복하는 수준이다. 다만 주목해야 할 점은 2016년 평균 유가와 동사가 2019년 가이던스로 제시한 유가 수준이 다르다는 것이다. 2016년 연평균 국제유가는 WTI 기준 50\$ 미만 이었고 2019년 연평균 국제유가는 WTI 기준 60\$을 상회한다고 가정한 것으로 추정된다. 즉, 유류비 절감에 따른 효과도 있겠지만 추가적으로 여객 및 화물의 운임 상승 효과 및 기타 효율화 작업에 따른 수익성 향상을 고려한 가이던스 수치로 판단된다. 단기적으로 일회성 비용 발생 등으로 실적 훼손은 불가피하겠지만 여객 및 화물의 운임 상승 및 경영 효율화에 따른 실적개선이 기대되어 투자의견 'BUY'와 목표주가 '42,000원'을 유지한다.

## 대한항공 부채 비율 추이



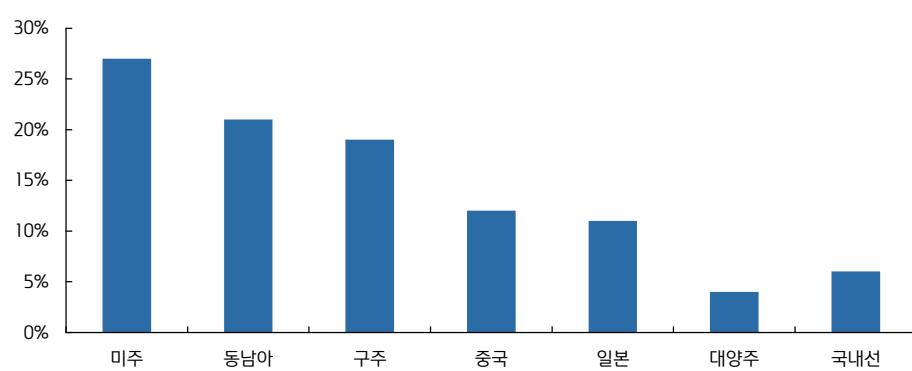
자료: FnGuide, 키움증권 리서치

## 대한항공 국제선 여객수 시장점유율 변화



자료: 인천국제공항, 키움증권 리서치

## 대한항공 노선별 매출 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치 \* 2018년 연간 기준

## 대한항공 기재 현황

기종	18년 9월말 기준	2018년 연말까지 도입 예정
A220(CS300)	8	1
A380	10	
A330	29	
B747-400	4	
B747-8I	10	
B777	42	
B787-9	8	1
B737	33	
여객기 계	144	2
B747F	4	
B747-8F	7	
B777F	12	
화물기 계	23	0
Total	167	2

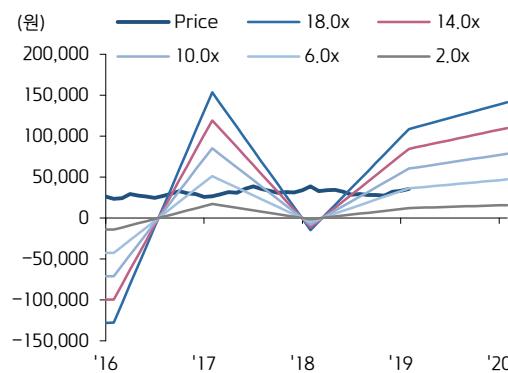
자료: 대한항공, 키움증권 리서치

## 대한항공 실적 추정

(억원, %)	2017				2018E				2016 Annual	2017 Annual	2018E Annual	2019E Annual	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE					
전체	28,660	29,052	32,139	31,071	31,020	31,057	35,179	32,986	117,319	120,922	130,242	135,681	
매출액	1,052	1,437	1,365	1,215	980	1,316	1,250	1,159	4,937	5,070	4,704	4,728	
ASK(백만 Km)	850	1,014	987	875	779	888	873	809	3,708	3,726	3,349	3,349	
국내선	RPK(백만 Km)	640	812	768	675	563	713	634	604	2,879	2,895	2,514	2,514
L/F(%)	75.3%	80.1%	77.8%	77.1%	72.3%	80.3%	72.6%	74.8%	77.6%	77.7%	75.1%	75.1%	
Yield(원)	164	177	178	180	174	185	197	192	171	175	187	188	
매출액	15,739	15,538	17,865	16,243	17,540	17,153	20,030	17,540	64,720	65,385	72,263	74,654	
국제선	ASK(백만 Km)	22,335	23,143	24,936	23,991	23,662	23,947	24,864	24,231	92,946	94,405	96,704	98,638
RPK(백만 Km)	17,925	18,382	20,223	18,418	18,785	19,330	20,407	19,160	73,029	74,948	77,682	79,632	
L/F(%)	80.3%	79.4%	81.1%	76.8%	79.4%	80.7%	82.1%	79.1%	78.6%	79.4%	80.3%	80.7%	
Yield(원)	88	85	88	88	93	89	98	92	89	87	93	94	
매출액	6,397	6,725	7,004	7,960	6,976	7,125	7,541	8,481	24,437	28,087	30,123	30,418	
화물	FTK(백만 Km)	2,584	2,712	2,794	2,854	2,622	2,665	2,713	2,837	10,621	10,944	10,729	
AFTK(백만 Km)	2,020	2,114	2,179	2,280	2,009	2,023	2,078	2,169	8,164	8,593	8,279	8,196	
L/F(%)	78.2%	77.9%	78.0%	79.9%	76.6%	75.9%	76.6%	76.5%	76.9%	78.5%	76.4%	76.4%	
Yield(원)	317	318	321	349	347	352	363	391	299	327	364	371	
기타	4,918	4,812	5,026	4,729	4,677	4,544	5,276	4,925	20,935	19,486	19,422	21,964	
YoY													
전체	매출액	0.0%	3.1%	2.3%	5.1%	8.2%	6.9%	9.5%	6.2%	1.7%	3.1%	7.7%	4.2%
매출액	2.9%	8.9%	-3.6%	3.1%	-6.9%	-8.4%	-8.4%	-4.6%	4.3%	2.7%	-7.2%	0.5%	
국내선	ASK	1.8%	4.8%	-1.0%	-3.6%	-8.4%	-12.4%	-11.6%	-7.6%	1.2%	0.5%	-10.1%	0.0%
RPK	6.0%	4.0%	-3.4%	-3.4%	-12.0%	-12.2%	-17.4%	-10.5%	6.7%	0.6%	-13.1%	0.0%	
L/F	4.1%	-0.7%	-2.4%	0.2%	-4.0%	0.3%	-6.7%	-3.1%	5.4%	0.1%	-3.4%	0.0%	
Yield	-2.9%	4.7%	-0.2%	6.8%	5.8%	4.3%	10.9%	6.5%	-2.2%	2.1%	6.8%	0.5%	
매출액	-2.6%	1.6%	-3.2%	9.8%	11.4%	10.4%	12.1%	8.0%	4.4%	1.0%	10.5%	3.3%	
국제선	ASK	-4.4%	1.0%	2.9%	7.0%	5.9%	3.5%	-0.3%	1.0%	3.9%	1.6%	2.4%	2.0%
RPK	-0.4%	2.7%	3.2%	5.1%	4.8%	5.2%	0.9%	4.0%	5.9%	2.6%	3.6%	2.5%	
L/F	4.1%	1.7%	0.3%	-1.8%	-1.1%	1.6%	1.2%	3.0%	2.0%	1.0%	1.2%	0.5%	
Yield	-2.2%	-1.1%	-6.2%	4.4%	6.3%	5.0%	11.1%	3.8%	-1.4%	-1.6%	6.6%	0.8%	
매출액	14.0%	13.2%	20.3%	12.7%	9.1%	5.9%	7.7%	6.5%	-6.5%	14.9%	7.2%	1.0%	
화물	FTK	3.2%	0.9%	4.3%	3.8%	1.5%	-1.7%	-2.9%	-0.6%	0.1%	3.0%	-1.0%	-1.0%
AFTK	7.9%	2.6%	7.6%	3.4%	-0.5%	-4.3%	-4.6%	-4.9%	-1.2%	5.3%	-3.7%	-1.0%	
L/F	4.6%	1.6%	3.2%	-0.4%	-2.0%	-2.6%	-1.8%	-4.3%	-1.3%	2.1%	-2.7%	0.0%	
Yield	5.7%	10.4%	11.9%	9.0%	9.6%	10.7%	12.9%	12.0%	-5.4%	9.2%	11.3%	2.0%	
기타	14.0%	13.2%	20.3%	12.7%	9.1%	5.9%	7.7%	6.5%	-6.5%	14.9%	7.2%	1.0%	
영업비용	26,745	27,324	28,584	28,871	29,357	30,391	31,160	32,572	106,110	111,524	123,479	125,140	
급여 및 퇴직급여	3,768	4,176	3,894	4,042	3,974	4,360	4,063	4,487	15,216	15,880	16,884	17,763	
복리후생비	631	829	814	810	1,210	1,037	839	851	2,893	3,085	3,937	4,176	
감가상각비 및 무형자산상각비	4,097	4,160	4,135	4,023	4,091	4,210	4,244	4,264	17,294	16,414	16,809	17,357	
임차료	904	878	853	882	844	839	850	882	2,880	3,516	3,415	3,483	
연료유류비	6,343	6,168	6,576	7,075	7,293	7,961	8,793	8,940	21,901	26,162	32,987	29,556	
공항관련비	2,888	2,862	3,069	3,037	2,957	2,978	3,122	3,340	12,199	11,855	12,397	12,645	
판매수수료	771	796	845	861	1,080	1,097	1,143	1,165	3,072	3,274	4,486	5,159	
기타	6,856	7,028	7,287	7,109	6,955	6,831	7,117	7,770	28,784	28,280	28,674	31,099	
영업이익	1,915	1,728	3,555	2,200	1,663	667	4,018	414	11,208	9,398	6,763	10,542	
영업이익률	6.7%	5.9%	11.1%	7.1%	5.4%	2.1%	11.4%	1.3%	9.6%	7.8%	5.2%	7.8%	
YoY	-40.0%	8.9%	-15.4%	31.8%	-4.3%	-49.0%	3.7%	-82.5%	25.6%	-11.4%	-27.6%	52.0%	

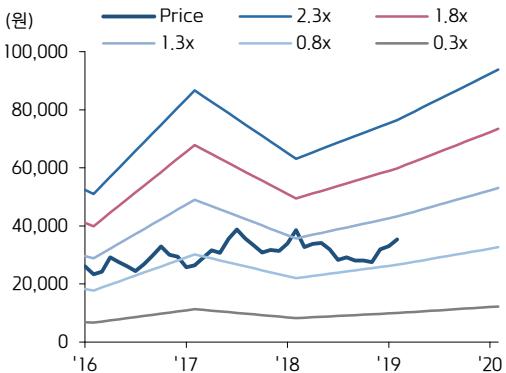
자료: 대한항공, 키움증권 리서치, \* 매출액 및 영업비용 상세내역은 별도기준

## 대한항공 PER 밴드



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

## 대한항공 PBR 밴드



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	117,319	120,922	130,242	135,681	140,239
매출원가	94,352	99,912	111,786	113,380	117,956
매출총이익	22,966	21,011	18,457	22,301	22,283
판매비및일반관리비	11,758	11,613	11,693	11,759	11,521
영업이익(보고)	11,208	9,398	6,763	10,542	10,762
영업이익(핵심)	11,208	9,398	6,763	10,542	10,762
영업외손익	-18,382	1,819	-7,804	-2,744	-516
이자수익	288	308	255	265	278
배당금수익	39	46	38	39	41
외환이익	4,717	13,908	7,409	8,678	9,998
이자비용	4,068	4,573	4,590	4,254	3,749
외환손실	7,448	3,953	7,044	6,148	5,715
관계기업지분법손익	-4,546	-147	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-2,123	-2,229	-1,592	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1,490	-360	-1,007	0	0
기타	-3,752	-1,181	-1,272	-1,325	-1,370
법인세차감전이익	-7,174	11,217	-1,041	7,798	10,247
법인세비용	-1,606	3,198	-238	1,916	2,593
유형법인세율 (%)	22.4%	28.5%	22.8%	24.6%	25.3%
당기순이익	-5,568	8,019	-803	5,882	7,654
지배주주지분순이익(억원)	-5,649	7,915	-793	5,805	7,555
EBITDA	28,723	26,328	22,320	26,200	25,955
현금순이익(Cash Earnings)	11,947	24,949	14,754	21,540	22,846
수정당기순이익	-2,765	9,870	1,203	5,882	7,654
증감율(%), YoY					
매출액	1.6	3.1	7.7	4.2	3.4
영업이익(보고)	26.9	-16.2	-28.0	55.9	2.1
영업이익(핵심)	26.9	-16.2	-28.0	55.9	2.1
EBITDA	13.4	-8.3	-15.2	17.4	-0.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	30.1
EPS	N/A	N/A	N/A	N/A	30.1
수정당기순이익	N/A	N/A	-87.8	388.9	30.1

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	28,063	28,068	8,783	19,655	26,364
당기순이익	-5,568	8,019	-803	5,882	7,654
감가상각비	16,983	16,478	15,157	15,305	14,880
무형자산상각비	533	452	400	353	313
외환손익	2,176	-8,061	-365	-2,530	-4,283
자산처분손익	2,415	3,004	1,592	0	0
지분법손익	1,123	-113	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-972	-411	1,144	-1,941	3,486
기타	11,375	8,700	-8,341	2,586	4,315
투자활동현금흐름	-8,735	-20,412	-17,225	-10,464	-8,514
투자자산의 처분	-837	-2,653	1,526	-305	-355
유형자산의 처분	2,719	818	0	0	0
유형자산의 취득	-11,451	-18,765	-17,000	-10,000	-8,000
무형자산의 처분	12	7	0	0	0
기타	823	182	-1,752	-160	-160
재무활동현금흐름	-18,293	-10,362	2,247	-8,988	-14,194
단기차입금의 증가	-39,337	-45,803	0	0	0
장기차입금의 증가	11,396	27,443	500	-10,000	-15,000
자본의 증가	35	4,533	0	0	0
배당금지급	-233	-336	-241	-241	-290
기타	9,846	3,802	1,988	1,253	1,096
현금및현금성자산의순증가	1,224	-3,287	-6,196	203	3,656
기초현금및현금성자산	9,675	10,899	7,612	1,417	1,619
기말현금및현금성자산	10,899	7,612	1,417	1,619	5,275
Gross Cash Flow	29,035	28,479	7,639	21,596	22,878
Op Free Cash Flow	13,803	4,479	4,921	11,669	18,718

## 재무상태표

(단위: 억원)

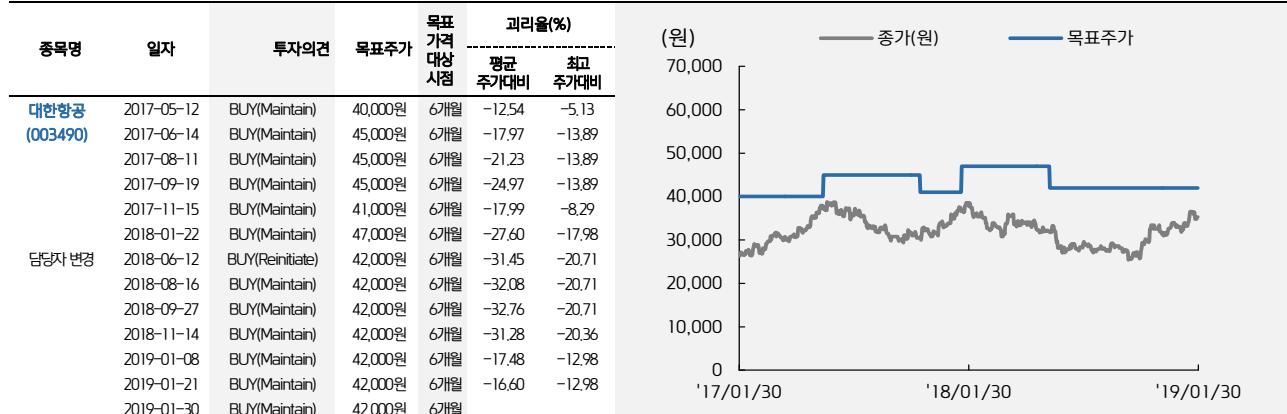
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	33,280	35,823	29,456	32,859	34,782
현금및현금성자산	10,899	7,612	1,417	1,619	5,275
유동금융자산	1,958	5,726	3,794	3,992	4,263
매출채권및유동채권	14,627	14,004	15,156	16,413	16,723
재고자산	5,647	6,827	8,238	9,863	7,241
기타유동비금융자산	148	1,654	851	971	1,279
비유동자산	206,285	210,664	212,906	208,097	200,876
장기매출채권및기타비유동채권	5,743	4,601	4,949	5,653	5,503
투자자산	6,655	6,322	6,773	6,918	7,041
유형자산	178,733	189,073	190,916	185,611	178,731
무형자산	4,050	3,635	3,235	2,882	2,569
기타비유동자산	11,105	7,033	7,033	7,033	7,033
자산총계	239,565	246,487	242,362	240,955	235,658
유동부채	91,311	66,381	68,595	69,755	70,579
매입채무및기타유동채무	24,426	24,547	26,734	27,878	28,688
단기차입금	11,680	7,726	7,726	7,726	7,726
유동성장기차입금	55,122	33,704	33,704	33,704	33,704
기타비유동부채	83	404	431	447	460
비유동부채	129,511	142,594	146,121	137,980	124,583
장기매입채무및비유동채무	18,260	13,467	14,505	15,110	15,618
사채및장기차입금	78,736	94,417	94,917	84,917	69,917
기타비유동부채	32,515	34,711	36,699	37,952	39,048
부채총계	220,822	208,976	214,716	207,735	195,162
자본금	3,698	4,798	4,798	4,798	4,798
주식발행초과금	6,029	9,462	9,462	9,462	9,462
이익잉여금	-1,929	5,767	4,740	10,315	17,591
기타자본	4,305	7,430	7,430	7,430	7,430
지배주주지분자본총계	17,607	36,294	26,430	32,004	39,280
비지배주주지분자본총계	1,137	1,217	1,217	1,217	1,217
자본총계	18,744	37,511	27,646	33,221	40,497
순차입금	132,681	122,509	131,136	120,736	101,808
총차입금	145,538	135,847	136,347	126,347	111,347
투자지표					
					(단위: 원, 배, %)
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-7,106	8,516	-823	6,028	7,845
BPS	22,149	37,689	27,445	33,234	40,789
주당EBITDA	36,134	28,328	23,178	27,207	26,952
CFPS	15,029	26,845	15,321	22,368	23,724
DPS	0	250	250	300	300
주가배수(배)					
PER	-3.6	4.0	-42.9	5.9	4.5
PBR	1.2	0.9	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	5.3	5.9	7.3	5.9	5.2
PCFR	1.7	1.3	2.3	1.6	1.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.6	7.8	5.2	7.8	7.7
영업이익률(핵심)	9.6	7.8	5.2	7.8	7.7
EBITDA margin	24.5	21.8	17.1	19.3	18.5
순이익률	-4.7	6.6	-0.6	4.3	5.5
자기자본이익률(ROE)	-25.5	28.5	-2.5	19.3	20.8
투하자본이익률(ROIC)	5.2	3.9	2.9	4.4	4.7
안정성(%)					
부채비율	1,178.1	557.1	776.7	625.3	481.9
순차입금비율	707.9	326.6	474.3	363.4	251.4
이자보상배율(배)	2.8	2.1	1.5	2.5	2.9
활동성(%)					
매출채권회전율	8.1	8.4	8.9	8.6	8.5
재고자산회전율	22.2	19.4	17.3	15.0	16.4
매입채무회전율	4.9	4.9	5.1	5.0	5.0

## Compliance Notice

- 당사는 1월 29일 현재 '대한항공' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

## 목표주가추이(2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%